

- [8] G. E. S. Dennis, *Monetary Economics*, Longman Group Ltd., London 1981.
- [9] M. G. Hadjimichalakis, *Monetary Policy and Modern Money Market*, D. C. Heath and Co., Lexington Mass, 1982.
- [10] J. E. Meade, "The Amount of Money and the Banking System," *Economic Journal*, March 1934.
- [11] J. Tobin, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1969.

では、日銀の銀行貸出コントロールは、これからもそのような形で効果を挙げてゆけるのであろうか。この点については、銀行貸出を何のためにコントロールするかということに依存して、違った見通しが立てられよう。銀行貸出をマネー・サプライ管理のためにコントロールするというのであれば、まだかなりの期間にわたって、従来の形でのコントロールが有効性を持ち続けるに違いない。しかし、総支出管理のために銀行貸出をコントロールするという場合には、どの程度までそれが効果を持つか疑問な点が多い。というのは、公開市場が発展して非銀行部門の公開市場資産の保有が増加してくると、銀行貸出したがってマネー・サプライの増加に頼ることなく同部門の支出が増加することがあり得るからである。流動資産は貨幣流通の潤滑油といわれるように、非銀行部門の公開市場資産保有が増加すると、それを換金して支出に充てるという形で貨幣の流通速度が高まり、同じマネー・サプライでも総支出が拡大する可能性がある。今後の金融政策はこの可能性にも目を向けて運営される必要があるわけで、そうなると、1970年代半ばからのマネー・サプライを中間目標とする運営方式をまた再検討する必要が生じてくるかもしれない。

参 考 文 献

- 〔1〕 伊東政吉『アメリカの金融政策と制度改革』岩波書店、1985年3月。
- 〔2〕 鈴木淑夫「日本における金融革新と金融政策」『金融研究』（日本銀行）、1984年10月号。
- 〔3〕 鈴木淑夫『金融自由化と金融政策』東洋経済新報社、昭和60年3月。
- 〔4〕 田村 茂「市場構造の変化と金利体系」ビジネスレビュー（一橋大学）、Vol. 31 No. 4.
- 〔5〕 古川 顕『現代日本の金融分析』東洋経済新報社、昭和60年10月。
- 〔6〕 堀内昭義「マネー・サプライ・コントロールの「貨幣乗数アプローチ」」『金融研究資料』（日本銀行金融研究局）、第10号。
- 〔7〕 K. Brunner and Meltzer, A.H., "Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money," *Journal of Finance*, May 1964.

視点を選んだのは、堀内〔6〕も指摘しているように、貨幣乗数アプローチが「実用上の観点から、簡単な図式でマネー・サプライの決定メカニズムを理解し、政策問題に利用するひとつの方法」と考えられたからにほかならない。

その貨幣乗数アプローチによれば、マネー・サプライの成立メカニズムは銀行組織の信用創造のプロセスとして捉えられるところから、まずマネー・サプライと銀行貸出の関係を見たわけであるが、最近に至ってやや乖離が目立つとはいえ、両者の間にはかなりの共変性が観察できた。したがって、中央銀行が銀行貸出をコントロールする手段を保有している限り、有効なマネー・サプライ管理が可能ということになる。

そこで、日銀の政策手段が銀行貸出のコントロールにどのような効力を有するのかを検討したところ、インターバンク市場の金利に比較して銀行の貸出金利が硬直的である状況のもとで、有効性を発揮するようなものであることが確認された。このような状況は高度成長期の金融構造に見出せるものであって、その意味では高度成長期には日銀は効果的に銀行貸出をコントロールできたし、マネー・サプライの管理もなし得たといえることができる。

しかし、金融自由化が進むに従ってわが国の金融構造も急速に変化しており、その過程で銀行の貸出金利も伸縮的な動きを見せるようになってきた。そうすると、日銀の銀行貸出に対する管理可能性も低下せざるを得ない。その代わり預金金利の低位硬直化が続く状態では、急速に発展してきた公開市場の金利が金融政策によって上昇すると、預金から公開市場資産への資金シフトが生じ、それが銀行貸出に影響するという新しい金融政策の効果波及経路が開かれるとする意見もあるが、実証的に見る限りその意見を支持する証左は得られなかった。それゆえ、効力が落ちたとはいえ、やはり日銀の銀行貸出に対する管理は、インターバンク市場の金利と貸出金利とのかね合いに依存しているのではないかと考えられる。

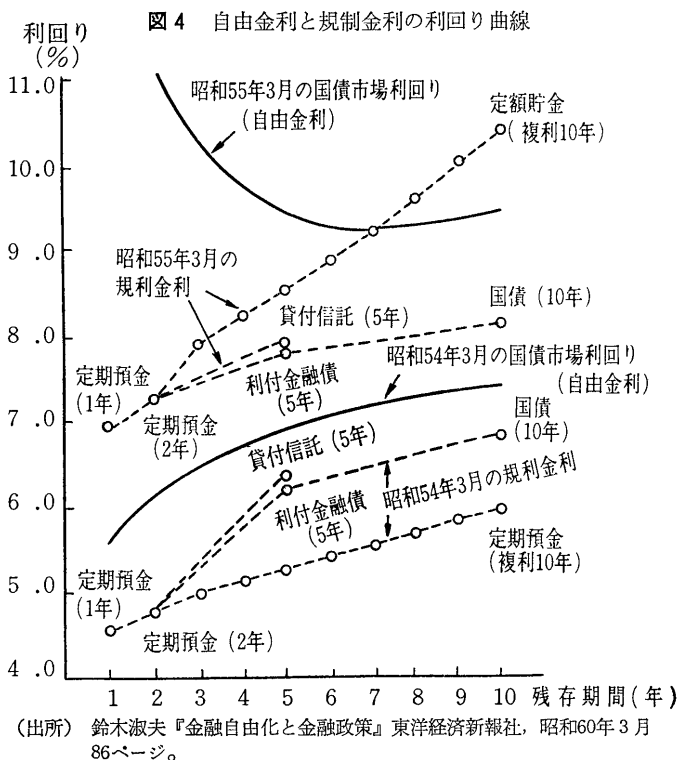
預金金利の自由化が進んでゆくにつれて、公開市場金利と預金金利の差は次第に危険プレミアムの差に近づいてゆくものと思われるから、このチャネルを通じて日銀が銀行貸出をコントロールできる可能性はなくなると予想される。

それよりも、金融構造の変化によってその有効性が落ちるとされている従来の政策効果波及チャネルが、昭和54～55年の引締期で見る限りなおその効力を保っていることが窺える。金融自由化で効率的資金運用の機会が増え、公衆の現金保有に節約傾向が生じて、現金比率が低下傾向をもつようになったことから、貨幣乗数 m にも上昇傾向が見られる中で、54～55年に m の顕著な低下が生じたことは、まだインターバンク市場の金利、それゆえ銀行の貸出限界コストを通じる日銀の銀行貸出管理がその時期にもまだ有効であったことを示している。

- 12) 日本における金融政策の効果波及経路については鈴木〔2〕が詳細な論議を展開している。
- 13) 預金金利を市場金利より低く抑え込むことによって意図的に金融仲介の中断を発生させ、銀行の貸出行動を抑制しようという発想は、すでにレギュレーションQ適用下のアメリカで打出されていた。しかし大和証券の調査によれば、この政策は意図した資金シフトを発生させたものの、銀行の市場性資金取入れを増加させるとか、企業のコマーシャル・ペーパー依存度を著しく増加させるなど、不健全、不効率な資金の流れを助長する弊害があったと指摘されている。（『大和投資資料』1985年5月号42～67ページ）
- 14) この預金通貨銀行全体としての平均法定準備率は、このカテゴリーに含まれる金融機関の種別ごとに通貨性預金と定期性預金を合わせた平均法定準備率を計算し、それをさらに各種別の預金シェアーをウェイトにして加重平均したものである。

5. 要約と展望——結論に代えて——

この小論では貨幣乗数アプローチの視点から、金融自由化に伴うマネー・サプライ・コントロールの問題をとり上げ、検討してきた。ここでこの

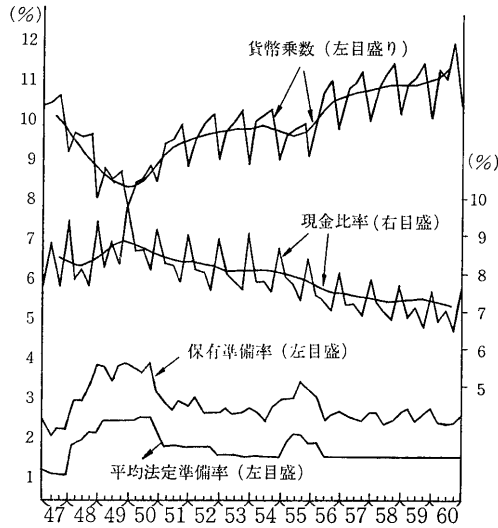


と平均法定準備率¹⁴⁾の推移からわかるように、法定準備率の引上げに伴う必要準備率の上昇の結果にはかならない。この54～55年の時期は、第2次オイル・ショックに際しての金融引締め期であったから、法定準備率が大幅に引上げられていた。そのため、純粹に金融仲介の中断に対処して銀行がその準備の保有を増加させるかどうかの判定は不可能である。ただ、保有準備率と平均法定準備率の差がこの時期に拡大していないところから判断すると、金融仲介の中断が銀行の自発的準備保有に与える影響も無視するほどのものでしかないと推測することができる。

このように、金融仲介の中断を通じる政策効果波及経路は、実証的に検討してみるとさして有効なチャンネルとはいえないことがわかる。その上、

格化してきた昭和50年代に入って、 c の値は一貫して低下の傾向を見せている。四半期ベースでデータをとっているため、 c や m の動きに顕著な季節変動が認められるので、移動平均によってそれを除去してみると、 c の値の低下傾向は一層はっきりした形で現われてくる。この c の低下傾向は、金融自由化によ

図3 貨幣乗数とその構成要素の動き



(資料出所) 日本銀行，経済統計月報

って公衆が現金保有を節約できるようになった結果と思われるが、問題はその c の値が金融仲介の中断が起っている時期にどんな動きを示したかである。

一般によく知られている金融仲介中断の発生期は、昭和54年から55年にかけての時期で、当時図4に示されているような大きな格差が預金金利と自由金利の間に生じていた。このような格差があれば預金から公開市場資産への資金シフトが起きて当然なはずであるが、この時期の c の動きを見ると、それには全く上昇の気配は見られない。ということは、銀行から流出した資金がかなり早くまた銀行に還流して、非銀行部門の現金保有の増加にはならなかったと解釈できる。したがって、この面から金融仲介の中断が銀行貸出に抑制効果をもったとは考え難い。

しかし、貨幣乗数の値は明らかにこの時期に低下している。これは図2の下の部分に描かれている預金通貨銀行全体としての必要(=保有)準備率

んその還流の可能性はないけれども、それ以外の公開市場資産に投資される場合には、やはりかなり短いタイム・ラグを置いて還流してくる可能性があると考えられる。もしその可能性を認めるならば、結果的には引締政策によっても銀行貸出に抑制効果は働かないことになってしまう。果して金融仲介の中断は期待されているような効果をもつのかどうか、この点を確かめるためには、もう少し突込んだ分析が必要である。

金融仲介の中断が銀行貸出にある程度持続的な効果を与えるのかどうかを見る手懸りは、貨幣乗数の値がそのときどのような変化を示すかというところにある。すでに2で述べたところから明らかなように、一定のハイパワード・マネーが与えられているときに、銀行組織がそれを基にしてどれほどの信用創造を行なうかは、(1) H のうちのどれほどが銀行組織の準備になるかということと、(2)その準備を使ってどれほどの預金創出が可能かということの2点に依存する。いうまでもなく、(1)を決めているのは公衆すなわち非銀行部門の現金選好であり、これは貨幣乗数の決定要因の一つである c によって表わされる。これに対し(2)を決めるのは、銀行が必要と考える準備率で、それを示すのが貨幣乗数のもう一つの決定要因 r の値である。

したがって、金融仲介の中断によって銀行の貸出行動が受ける影響を見るには、それが発生している時期における c と r の動きを見てみればよいことになる。 c の値が増加していれば、それは銀行組織から流出した資金が非銀行部門に滞留して、それだけ銀行の与信能力を低下させることになる。また、その時期に r が増大していれば、預金流出に備えて銀行が準備保有を多くすることで、それもまた与信能力を低下させる働きをもつ。

そこで、こうした c と r の動きを実証的に確かめるために、日銀のマネー・サプライ・データを用いて、四半期ベースで昭和47年から60年までの14年間にわたる現金比率 c 、必要準備率 r 、貨幣乗数 m の値を計算し、グラフに描いてみると、図3のようになる。それを見ると、金融自由化が本

窓口指導という従来の政策手段で、銀行貸出を有効に管理できるのかということがここでの問題であるが、まずいえることは、貸出金利の硬直性が薄れたことにより、高度成長期と同じチャネルで政策効果の波及を考える限り、その管理可能性は以前より低下するといわざるをえない。日銀が引締政策を発動してインターバンク市場の金利を上昇させ、銀行にとっての貸出の限界コストを増加させたとしても、銀行が貸出金利を引上げることが可能であれば、同時に貸出の限界収入も増加するので、銀行として貸出を抑制しようとする誘因は見当らないことになってしまう。それゆえ、金融自由化がもたらした新しい金融構造のもとでは、従来のチャネルを通じる日銀の銀行貸出管理能力は低下すると見なければならぬであろう。

しかしその反面で、新しい金融構造のもとでは従来のものとは違った別の政策効果波及チャネルが開かれるとする意見もある¹²⁾。その新規に開かれるチャネルとは、金融仲介の中断 (financial disintermediation) といわれる預金から公開市場資産への資金シフトを通じるものである。日銀の引締政策によってインターバンク市場の金利が上昇すると、金利裁定が働いて公開市場の金利も上昇する。そうすると、その金利が常により低い水準に規制されている預金から公開市場資産に資金のシフトが生じてくるに違いない。この資金シフトはもちろん銀行の与信能力の低下を惹き起こすから、銀行の貸出は必然的に抑えられてしまう。これが新しく開かれた政策効果波及のチャネルで、それを通じる銀行貸出への抑制効果は貸出金利の硬直性には全く依存していない。その点ではたしかに新しい金融構造のもとで頼りになる政策効果波及チャネルのように思われるかもしれない¹³⁾。

しかし、決済機能が認められているのは銀行だけであるということを考慮すると、銀行から流出した資金が非銀行部門にそのまま留まっているとは考え難い。あるタイム・ラグはあっても、それはまた銀行に還流してくるのではなからうか。銀行から流出した資金が新しく発行される政府証券に買い向かうとか、海外の金融資産に投資されるような場合には、もちろ

金の流れはそれだけ多様化する。だからこそ、預金銀行を通じる資金の流れが50年代に入って大きくその比重を下げたのである。

この資金の流れの変化は企業の資金調達の仕方からも窺うことができる。自由化の進展につれて国内での借入に頼る割合は急激に低下し、それに代わって株式発行やインパクト・ローンと外債による海外からの資金調達が急増してきている。仮りに円貨借入のすべてを銀行貸出と見ても、それは法人企業への資金供給の3分の1程度しか説明できない。こうした状況になれば、当然企業サイドで長期安定的顧客関係のもとで銀行からの融資を受ける必要はなくなるし、それはむしろ資金調達の自由度を制約するものと見なされるようになる。銀行からの借入はスポット・タイプのものに移行してゆくはずで、近年その比重が高まっているといわれる。このタイプの借入には市場の状況に即応した金利がつけられるため、市場性資金に依存する度合いが強まっている銀行にとってもそれは歓迎すべきことといえる。その結果、貸出金利についてはいまやかつてのような粘着性は見られない。しかも長期金利が市場金利化したことを受けて、社債金利も低位に抑えられることがないので、その点からも貸出金利の硬直性はなくなってきている。

要するに高度成長期に日銀の銀行貸出コントロールを有効ならしめていた金融構造が、いまや大きく変ってしまったということなのである。そうであれば、そういう金融自由化がもたらした金融構造のもとでも、なお日銀は有効に銀行貸出のコントロールができるのかどうか問われなければならないであろう。

11) 詳しくは田村〔4〕参照。

4. 金融自由化と銀行貸出のコントロール

金融自由化によってわが国の金融構造が3で述べたようなものになってきたときに、依然として貸出政策、準備率操作、債券・手形オペ、それに

表3 大企業（全産業）の資金調達（増減額構成比％）

	45～49年	50～54年	55～59年				
	平均	平均	平均	56年	57年	58年	59年
外部資金調達	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
借入金	83.9	63.8	60.4	69.0	63.1	45.4	43.4
円貨借入	82.5	60.7	48.8	54.5	50.0	24.4	39.7
インパクト・ローン	1.4	3.1	11.6	14.5	13.1	21.0	3.7
社債	5.9	17.7	13.2	6.9	14.7	21.9	20.3
国内債	6.0	13.7	3.4	4.2	4.7	△1.0	1.9
外債	△0.1	4.0	9.8	2.7	10.0	22.9	18.4
株式	10.2	18.5	26.4	24.1	22.2	32.7	36.3
円による調達	98.7	92.2	77.3	80.9	75.5	54.7	77.3
外貨による調達	1.3	7.8	22.7	19.1	24.5	45.3	22.7

（出所） 日本銀行，調査月報，昭和60年5月号

市中売却を認めたことから，現先市場や公社債流通市場が発展し，*CD* 市場と合わせて自由な金利形成が行なわれる公開市場の急速な発展を見たわけである。

そうすると，長期国債の発行条件は流通市場の利回りに合わせて弾力的に改訂してゆかなければならなくなるし，それを基準にして決められている長期規制金利が一斉に市場金利化する傾向も現われてきた¹¹⁾。これに対し預金金利の方は依然として低位に規制されていたので，公開市場の金利との間の格差が拡大して，資金余剰部門から資金不足部分への資金の流れ方も変わってきている。表2に見られる50年代に入ってからの間接金融の後退はその端的な現われであって，このような資金の流れの変化は国内ばかりでなく海外との関係からも生じている。これはわが国経済の世界経済における地位の向上に伴って行なわれた金融の国際化，つまり内外市場分断規制の大幅緩和によるもので，具体的には外貨取引を原則自由とした55年末の外為法改正がこれに当る。国内で公開市場が発展しただけでなく，国際的にも外資市場へのアクセシビリティが拡大したわけであるから，資

表2 広義の金融市場を通じる資金の流れ

(%)

	民間			公的 金融 機関	証券 市場	うち国内資金				外資 市場	合 計
	金融 機関	うち 預金 銀行	信託 保険			うち国内資金					
						債券	株式	投資 信託			
昭和40	78.6	63.2	11.3	15.5	5.9	3.5	5.1	△3.0	0.3	100.0	
41	78.4	69.6	10.0	19.3	2.3	2.6	2.2	△1.7	△0.8	100.0	
42	77.4	66.1	12.0	16.2	6.4	3.1	1.0	△1.1	3.4	100.0	
43	72.5	58.3	13.0	18.4	9.1	2.5	2.7	0.2	3.7	100.0	
44	73.3	60.3	11.7	16.9	9.8	2.3	2.9	1.1	3.5	100.0	
45	71.0	60.3	12.8	16.7	12.3	3.0	4.8	0.6	3.9	100.0	
46	70.2	57.8	11.7	16.2	13.6	3.4	2.8	1.0	6.4	100.0	
47	77.5	66.2	10.5	16.1	6.4	1.3	2.0	1.4	1.7	100.0	
48	74.6	64.1	10.9	18.6	6.8	3.1	3.6	0.6	△0.5	100.0	
49	69.0	58.0	10.7	21.1	9.9	1.7	2.3	0.3	5.6	100.0	
50	69.8	58.8	10.4	23.3	6.9	3.5	2.0	1.6	△0.2	100.0	
51	57.4	56.0	10.2	23.7	8.9	3.9	1.8	1.0	2.2	100.0	
52	60.5	49.6	9.5	29.2	10.3	6.6	2.4	0.9	0.4	100.0	
53	62.4	54.2	6.7	25.4	12.2	6.4	1.4	0.7	3.7	100.0	
54	59.3	48.0	9.6	28.6	12.1	6.3	2.2	0.4	3.2	100.0	
55	54.9	41.9	11.6	31.2	13.9	7.6	1.6	△0.6	5.3	100.0	
56	61.4	49.8	9.9	25.5	13.1	7.3	2.4	1.9	1.5	100.0	
57	56.1	42.4	12.7	29.2	14.7	5.5	2.9	3.0	3.3	100.0	
58	54.5	41.6	10.0	26.6	18.9	8.5	1.2	5.8	3.4	100.0	

(出所) 鈴木淑夫「日本における金融革新と金融政策」『金融研究』3巻3号3ページ。

ントロールできたということができよう。

ところが、その金融構造は50年代に入って大きく変わってきた。すなわち、経済の減速化に伴って民間の投資が縮小し、それを埋める形で政府の財政支出が拡大したことから、経済の成長パターンは財政主導型になってきた。それを受けて法人企業の資金不足が減少する一方、公共部門のそれが大幅に拡大し、国債の大量発行をもたらした。この大量の国債の円滑な消化、これがわが国における金融自由化を促した最も重要な要因といつてよい。政府が国債の円滑な消化のためにシ団加盟の金融機関に保有国債の

る銀行貸出に対する政策効果は、その発現に時間を要し若干の不確実性も存在するところから、日銀はその効果の早期で確実な発現を保証する目的で、都市銀行を対象に各行の貸出増加額を直接規制する窓口指導を適用してきたわけである。

以上述べた形で日銀の銀行貸出に対するコントロールが行なわれれば、その有効性の決め手になる条件としては、貸出金利の硬直性が注目されなければならない。貸出市場は顧客市場だから貸出金利が硬直的だというのは、長期安定的な顧客関係に基づいて銀行貸出が行なわれている場合にいえることであって、メイン・バンクの慣行が確立されていて、銀行も企業も長期安定的顧客関係の維持を望んでいた高度成長期には、たしかに貸出金利に硬直性が認められた。その上高度成長期にはまだ長期金利に対する人為的規制が有効で、銀行貸出と代替関係にある社債の発行金利も国債のそれに合わせて低く抑えられていたから、貸出金利はそれに頭を抑えられる形でなお一層硬直性の強いものになっていた。それだけに日銀の銀行貸出に対する管理は有効に行なうことができたといつてよい。

もちろん、こうしたことの背景に、民間投資主導型の成長が推進されていたことの結果として、法人企業部門に大きな資金不足が発生し、企業はそれを専ら銀行からの借入によって埋めるといった金融機造が成り立っていたことを忘れてはならない。そのような金融構造には必然的に間接金融優位、オーバー・ローンといった特徴が生まれでくるが、それは表2と表3に掲げられている40年代の数値によって如実に示されている。資金余剰部門からの資金の流れは金融機関に集中し、それが貸出の形で企業に流れてゆく。しかも成長通貨の供給が日銀貸出の形で行なわれざるをえない、いわゆるオーバー・ローンの状態にあったから、いってみれば、日銀をも含めた広い意味での銀行組織の信用創造で企業の資金不足がまかなわれていたことになる。だからこそ、日銀は貸出政策、預金準備率操作、債券・手形オペ、窓口指導など手持ちの政策手段によって、銀行貸出をうまくコ

金庫、農林中金、商工中金を指す。

3. 日銀による銀行貸出管理の有効性

2では、日銀が銀行貸出をコントロールする有効な政策手段を保有していれば、マネー・サプライ管理がある程度効果的に行なえると推論したが、このことは49年以前の高度成長期にはとくに妥当するように思われる。

よく知られているように、従来日銀が行使してきた政策手段は、貸出窓口での信用割当を意味する貸出政策、預金準備率操作、債券・手形オペ、それに銀行貸出に対する直接規制である窓口指導の四つである。このうち窓口指導以外の諸手段はまず銀行の準備保有にインパクトを与え、それを通じてインターバンク市場の金利を動かすことにより、銀行の貸出行動に影響を与えようとするものである。いま引締めの場合でいうならば、貸出窓口での信用割当の抑制、預金準備率の引上げ、債券・手形の売オペなどで政策が発動されると、まず銀行の準備保有が圧迫を受け、そのためインターバンク市場での資金取入れ需要が増加して、同市場での金利上昇が起こる。インターバンク市場の金利が、資金の取り手である銀行にとって貸出の限界コストになることはいうまでもないが、資金の出し手である銀行にとっても同様に貸出の限界コストを構成する。なぜなら、資金の出し手銀行にとって、貸出はインターバンク市場での余資途用を断念することであって、同市場の金利は貸出によって断念する収益、つまり貸出の機会費用と考えられるからである。したがって、引締政策の発動によってインターバンク市場の金利が上昇することは、すべての銀行にとって貸出の限界コストが上昇したことを意味する。

これに対し、顧客市場である貸出市場では金利に粘着性があるので、その金利はインターバンク市場のそれほど伸縮的には動かない。そこで銀行としてはその貸出行動を抑制せざるを得なくなるというのが、日銀による銀行貸出コントロールの基本的図式である。ただし、こうした図式を通じ

トが低いために、その動きはマネー・サプライにあまり現われてこない。要するに、銀行貸出以外の要因のマネー・サプライ増加率に対する寄与率が低いわけである。そのため、マネー・サプライの増加率は専ら銀行貸出のそれで決まってくることになる。

ただ、50年以降マネー・サプライの増加率が銀行貸出のそれからやや乖離する傾向が見られる。これは、表1が示すところによれば、対政府信用が急増して、そのウェイトが高まってきた結果と考えられる。51年から国債の大量発行が続いたことを考えれば、そうした対政府信用のウェイトの高まりが生じたことも肯けるが、同時に、それはマネー・サプライ管理に一つの問題を生じさせる要因にもなっている。

49年までのように銀行貸出がマネー・サプライを決めている状況のもとでは、中央銀行が銀行の貸出行動をコントロールする手立てを持っていれば、マネー・サプライの管理も容易だったといえる。しかし、財政要因の比重が高まって銀行貸出とマネー・サプライの動きに、以前ほど密接な関係がなくなってくると、中央銀行としてはいかに銀行貸出に対する影響力を有していても、マネー・サプライの管理を容易には行なえなくなるに違いない。これは、中央銀行が銀行貸出を有効にコントロールする手段を持っているとしても起こり得ることであるから、そうでないとしたら問題はもっと深刻なものになる。その点で、日銀の銀行貸出に対する管理可能性が検討さるべき重要な問題となってくる。

$$7) \quad h = \frac{c}{1+c} \text{ であるから, } 1-h = 1 - \frac{c}{1+c} = \frac{1}{1+c} \text{ であり, } m = \frac{1}{\frac{1}{1+c}r + \frac{c}{1+c}}$$

$$\text{の } \frac{c}{1+c} \text{ に } h \text{ を } \frac{1}{1+c}r \text{ に } (1-h)r \text{ を代入すれば, } m = \frac{1}{h + (1-h)r} \text{ が得られる。}$$

8) 例えば Brunner/Meltzer [7], Tobin [11] などが新しい貨幣乗数アプローチを代表するものとして挙げられる。

9) この点は堀内〔6〕によって明快に指摘されている。

10) ここでいう預金通貨銀行とは、信託勘定を除く全国銀行、相互銀行、信用

表1 マネー・サンプライイ 増減の要因 (%)

	M_2+CD		対 民 間 貸 出		対 政 府 信 用		対外資産(短期) (純)		そ の 他	
	増 加 率	構成比	増加率	寄与率	構成比	増加率	寄与率	構成比	増加率	寄与率
昭和40年		96.5								
						8.1		1.8	△ 6.4	
41	16.3	96.6	16.3	15.7	45.5	10.1	3.7	1.9	△ 8.6	56.5 △3.6
42	15.5	97.3	16.4	15.8	32.0	11.6	3.2	1.0	△ 9.9	33.2 △2.8
43	14.8	96.2	13.5	13.1	23.9	12.5	2.8	1.9	△10.7	23.1 △2.3
44	18.5	95.9	18.1	17.4	13.5	11.9	1.7	3.4	△11.2	24.5 △2.6
45	16.9	96.8	18.0	17.3	6.9	10.9	0.8	3.9	△11.6	21.5 △2.4
46	24.3	95.8	23.0	22.3	△0.9	8.7	△0.1	6.4	△10.9	16.2 △1.9
47	24.7	96.7	25.8	24.7	21.3	8.5	1.8	6.9	△12.0	37.8 △4.0
48	16.8	97.8	18.2	17.5	2.0	7.4	0.2	2.7	△ 7.9	△23.0 2.8
49	11.5	97.9	11.7	11.4	52.4	10.1	3.8	0.5	△ 8.5	20.8 △1.6
50	14.5	96.2	12.4	12.1	65.3	14.6	6.6	△0.2	△10.6	41.2 △3.5
51	13.5	97.1	11.8	11.3	32.2	17.0	4.7	0.3	△14.5	27.3 △2.9
52	11.1	95.2	8.9	8.6	21.2	18.6	3.6	1.8	△15.6	17.9 △2.6
53	13.1	92.7	10.1	9.6	32.8	21.8	6.1	1.9	△16.4	18.5 △2.9
54	9.1	91.3	7.5	7.0	10.6	22.1	2.3	△0.4	△13.0	△12.9 2.1
55	7.2	92.1	8.1	7.4	9.0	22.5	2.0	△1.3	△13.3	9.2 △1.2
56		90.4	9.0	8.3	13.0	22.9	2.9	△1.3	△12.0	0.4 △0.1
57	11.0	91.4	9.1	8.2	5.2	22.3	1.2	△1.7	△12.0	7.2 △0.9
58	7.3	92.8	8.9	8.1	2.4	21.3	0.5	△1.2	△12.9	15.5 △1.8
59	7.8	94.2	9.5	8.8	6.6	21.0	1.4	△2.3	△12.9	8.3 △1.1
60	8.7	96.0	10.8	10.2	△0.9	19.2	△0.2	△3.1	△12.1	1.5 △0.2

(資料出所) 日本銀行『経済統計年報』

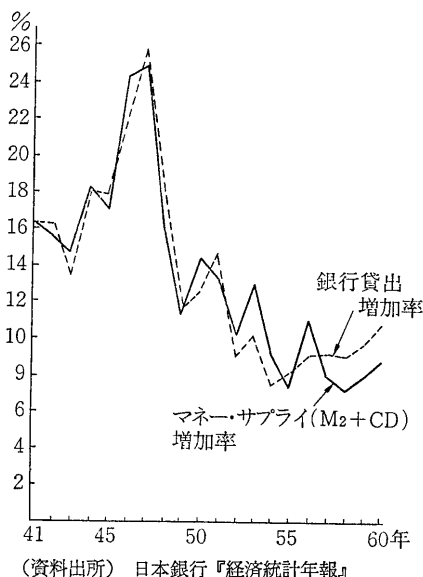
貨幣乗数アプローチのマネー・サプライ成立のメカニズムに対する説明力が失なわれるわけではない。ハイパワード・マネー H を基にして銀行組織が信用創造するところから、マネー・サプライが生まれてくると見るその基本的発想は依然として妥当性を失わない⁹⁾。

とすれば、われわれはそれによってマネー・サプライの成立メカニズムを考え、その管理可能性を検討してゆくことができるはずである。それ

で以下では、貨幣乗数アプローチの意味しているところに従って、銀行貸出からマネー・サプライの動きを見てみることにする。

図2はマネー・サプライの増減要因を示した表1から、 M_2+CD で見たマネー・サプライと、日銀のマネタリー・サーベイのいう預金通貨銀行¹⁰⁾の貸出のそれぞれの増加率を抜き出して図示したものであるが、それを見れば明かなように、二つの増加率の間には20年間の観察期間全体としてかなりの共変性が見られる。とくに昭和49年までの期間については、両者はほとんど一致した動きを見せている。ということは、銀行貸出の消長がマネー・サプライのそれを決めているということであって、まさに貨幣乗数アプローチの描く状況になっていたことを意味する。表1を見ると、マネー・サプライを増減させる他の要因、対政府信用や純対外資産は時に異常に大きな変動を示すことがあるが、マネー・サプライを構成するウェイ

図2 マネー・サプライと銀行貸出の伸び率の推移



て失なわれる過剰準備の額を表わしている。というのは、銀行が1円の貸出をすると公衆に対して1円の派生的預金が創出されることになるが、公衆はその現金選好に従ってそのうちの h 円を現金で引出す結果、まず過剰準備から h 円が消え、しかも残った派生的預金 $(1-h)$ 円に対し r の率で準備を保有する必要があるため、 $(1-h)r$ 円がさらに過剰準備から必要準備に繰入れられてゆくからである。1円の貸出によって $h+(1-h)r$ 円の過剰準備が失なわれるのであれば、1円の過剰準備で可能な信用創造（貸出）の額が $\frac{1}{h+(1-h)r}$ で表わされることはいうまでもない。

このように、貨幣乗数 m は内容的には銀行が過剰準備1円当りになし得る信用創造の大きさを表わしているわけで、銀行がある規模で過剰準備を保有したときに、それによってどれほどの信用創造が可能かは、その過剰準備に m を乗じれば直ちに求められる。その意味では、 m はまさに銀行組織の信用乗数そのもののなのである。

このことからいえば、中央銀行がハイパワード・マネーを供給し、それを基にして銀行組織が信用創造を行なう結果として、マネー・サプライが出てくることになる。貨幣乗数アプローチが想定しているのは、まさにこのメカニズムにはかならない。もっとも、こうした形でマネー・サプライのメカニズムを捉える貨幣乗数アプローチに対しては、あまりに機械的で単純すぎる捉え方という批判があることも認めなければならない。たしかに、Meade [10] の古典的アプローチでは、銀行の準備保有行動や公衆の現金選好について特定の仮定を置いたことによって、必要準備率 r と現金比率 c が定数化し、貨幣乗数 m が常に一定値をとる形になっているので、機械的すぎるという批判も出て当然といえる。しかし最近のアプローチでは、 r や c を資産市場の一般均衡の過程でその値が決まってくる変数として捉え、 m の値の安定性、予測可能性を問題にする分析が多くなってきている⁹⁾。その点では、貨幣乗数アプローチは一概に機械的で単純すぎる理論とは見なせなくなっている。しかも、 m の可変性を認めたからといって、

って、マネー・サプライの決定メカニズムを説明しようとするもので、マネー・サプライを M とすると、そのメカニズムは $M=mH$ なる式で示される。したがって、貨幣乗数アプローチは非常に単純化された関係式によってマネー・サプライの決定を説明しようとする理論ということになるが、古川〔5〕が明確に指摘しているように、この理論は実は銀行の信用創造についての理論と内容的には全く同一のものなのである。このことは貨幣乗数 m の内容を見れば直ちに明らかになる。

マネー・サプライは公衆の保有する現金と預金通貨の合計であるから、公衆の保有する現金を C_p 、預金通貨を D_p とすれば、定義によって $M=C_p+D_p$ なる式が成り立つ。他方、ハイパワード・マネー H は現金と中央銀行預け金よりなるから、そのうち公衆の保有現金となるもの以外は、預金に対する支払準備として銀行によって保有されていると見て差支えなからう。それゆえ、準備預金制度（支払準備制度）のもので要求される法定準備はもちろん、銀行が必要と考えて保有する超過準備および手元現金を含めた銀行組織の準備保有を R とすると、 $H=R+C_p$ と置ける。

そこで $M=mH$ の関係から $m=M/H=\frac{C_p+D_p}{R+C_p}$ を導びくことができ、この分数の分子、分母を D_p で除せば、 $m=\frac{1+c}{r+c}$ ($r=R/D_p, c=C_p/D_p$) のように変形される。ここで c は、公衆の現金と預金通貨の間の選好を示す比率と解され、一般に現金比率と呼ばれているが、 r は法定準備率ではなく、先述の R の定義から明らかなように、銀行の立場で必要と考える準備率を表わしている。

ところで、与えられる通貨のうち公衆が現金で保有したいと望む割合、すなわち公衆の現金選好率を h ($0 < h < 1$) で表わせば、 $h=\frac{C_p}{M}=\frac{C_p}{C_p+D_p}=\frac{c}{1+c}$ になる。これに対し、 m は $m=\frac{1+c}{r+c}=\frac{1}{\frac{r}{1+c}+\frac{c}{1+c}}$ のように変形することができるので、 $m=\frac{1}{h+(1-h)r}$ という関係が導ける⁷⁾。この右辺の分母は、銀行組織が信用創造を行なう際に、1円の貸出によ

貨幣乗数アプローチによれば、中央銀行の供給するハイパワード・マネーが銀行組織における準備となり、それを基礎に銀行組織が信用創造を行なうことによってマネー・サプライが形成されてくると見ることができる。したがって、マネー・サプライは銀行組織の信用創造つまり貸出行動の所産と見られるわけであるから、貨幣乗数アプローチをとる限り、まずマネー・サプライと銀行貸出との関係が追求されなければならない。そこで分析の手順として以下では2でマネー・サプライと銀行貸出の関係を実証的に考察し、その結果を踏まえて3と4で、高度成長期におけるマネー・サプライ管理の有効性と、それが金融自由化の影響でどのように変わる可能性があるかを論じることとする。そして5は要約と今後の展望に充てられる。

- 1) 図1は極めて単純化された形になっているが、金融政策の作用様式をもっと詳しく表わした図式は Dennis [8 p.22] によって与えられている。
- 2) この点について詳しくは伊東〔1〕参照。
- 3) アメリカにおける金融自由化が預金金利の自由化を主軸にしているのに対して、わが国のそれはほとんどすべての金利の人為的低金利政策からの脱却という面を多分に含んでいる。自由化によってはじめて短期、長期の公開市場の発展を見たのも、そのためにほかならない。
- 4) この点は Hadjimichalakis [9 pp.6~7] に詳しい。
- 5) 日銀がインターバンク市場の金利を操作変数として、また M_2+CD を中間目標として政策運営を行なっていることは、鈴木〔2〕に明記されている。
- 6) 鈴木〔3〕144~162ページ参照。

2. 銀行貸出とマネー・サプライ

さて、貨幣乗数アプローチを基本的な接近法としてマネー・サプライ管理の問題を分析するとすると、まず、貨幣乗数アプローチそのものについてその特徴を明らかにしておく必要がある。いうまでもなくそのアプローチは、ハイパワード・マネーの供給額 H と貨幣乗数 m との結びつきによ

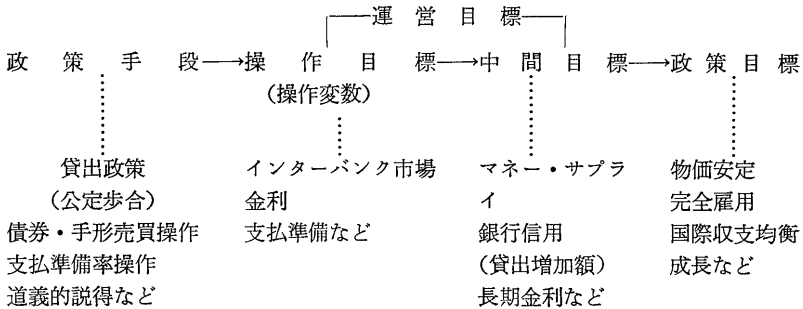
わが国でも必ずそうなると決まったものではない。両国における自由化には進展の度合いの違いばかりでなく質的な違いもあるし³⁾、アメリカではマネー・サプライを M_1 で捉え、それを銀行部門の非借入準備を操作変数としてコントロールしてきたのに対して⁴⁾、日本ではインターバンク市場の金利を操作変数に選び、それを指標としつつ $M_2 + CD$ （昭和54年4月以前は M_2 ）の管理を行なう、という政策運営手続きの違いもある⁵⁾。こうした違いがあれば、アメリカで起った問題が日本で起らないこともありうるわけで、わが国で金融自由化が金融政策の有効性に与えている影響を正確に把握しようとするれば、やはり先に挙げた2点が日本でどうなっているのかを十分吟味してみる必要がある。

いうまでもなく、この2点のうち貨幣需要関数の安定性は優れて実証的な問題であるが、これについては日本銀行がすでに綿密な分析を行っており、日本の場合貨幣需要関数に構造的シフトが生じているといっても、貨幣を $M_2 + CD$ で定義する限り、そのシフトは小幅かつ緩やかで適正通貨量の予測を困難にするほどのものではない、という結論を得ている⁶⁾。これは、わが国における新金融商品の出現状況を考えれば肯ける実証結果といえる。

また、問題となるもう一つの点、すなわちマネー・サプライのコントローラビリティについても、鈴木〔2〕、古川〔5〕が分析のメスをすでに入れている。しかし、両者の分析は新しい金融構造のもとで金融政策の効果波及経路がどのようなになるか、という点に主眼を置いたもので、マネー・サプライの管理可能性そのものを問題としてはいらないように見受けられる。

そこでこの小論では、マネー・サプライ管理そのものを主題として、それが金融自由化からどのような影響を受けつつあるか、また今後それについてどのような展開が予想されるか、といった点を検討してみたい。この種の問題の分析に当たっては、貨幣乗数アプローチが有効と考えられるところから、ここでも基本的にはその接近法がとられることになる。

図1 金融政策の運営メカニズム



策運営を行なっている。具体的には、物価安定の視点からマネー・サプライの増加率について一定のターゲット・ゾーンを設け、現実のその増加率がそこに納まるように、中央銀行が利用可能な諸手段を使ってマネー・サプライのコントロールを行なうことを意味する。しかし、このような形で有効な政策運営ができるためには、(1)政策目標と整合的な通貨量が予測でき、マネー・サプライの増加率について適正なターゲット・ゾーンが設定可能であるとともに、(2)中央銀行の持つ政策手段によって、マネー・サプライをコントロールできるという条件が満たされていなければならない。

ところが、アメリカの経験によれば、自由化の進展とともに(1)、(2)の条件とも満たされなくなる可能性が強まってきた。というのは、貨幣と密接な代替関係にある準通貨ともいえる新しい金融商品が次々と現われてきた結果、貨幣需要関数が不安定化して適正通貨量の予測が困難になったのと、支払準備制度適用外で連邦準備銀行の力が直接及ばない金融機関によって、それら新商品が創出されるようになって、マネー・サプライのコントロールビリティに問題が生じたからである²⁾。

このことから類推すると、わが国における金融自由化と金融政策の有効性との関係で検討を要する問題は、貨幣需要関数の安定性とマネー・サプライの管理可能性の2点に絞られてくる。もちろん、アメリカで金融自由化が上述の2点で金融政策の有効性に不利な影響を与えたからといって、

金融自由化とマネー・サプライの管理可能性

田 村 茂

1. はしがき

第2次大戦後のわが国金融システムは、基本的には(1)金利規制、(2)業務分野規制、(3)内外市場分断規制という三つの規制によって、その枠組みを形成されてきたといえることができる。それだけに、第1次オイル・ショック以降わが国経済の成長パターンが民間投資主導型から財政主導型に移行して、国債の大量発行を余儀なくされたこと、ならびに世界経済に占めるわが国の比重が増大したこと、この二つの理由から上述の諸規制を緩和ないしは撤廃する形で金融の自由化を図らなければならなくなると、必然的にわが国における金融の在り様も大きく変わらざるをえない。現先市場や公社債流通市場といった短期・長期のオープン市場が発展したのも、企業の銀行依存と間接金融の優位が後退を見せたのも、そうした金融システム変化の具体的表現にほかならない。

わが国における金融の行なわれ方、いうなれば金融構造にこのような変化が生じているとなると、当然のことながら金融政策について、これまで通りの運営の仕方でのいいのか、それでなおその有効性が保てるのか、という疑問が生じてこよう。現に、自由化先進国アメリカにおいてそれが深刻な問題を提起したことは周知の通りであって、わが国についても同様な問題が発生する惧れなしとしない。

いま、金融政策運営の仕組みを簡単に図式化すれば図1のようになるが¹⁾、1970年代の半ば以来先進各国はほとんど例外なしに、政策目標として物価の安定を重視する立場から、マネー・サプライを中間目標とする政